



「満額回答」のFOMC

株価下落を経験した後のFOMCから示されたのは、
株式市場が求めた通りのハト派姿勢

2019年1月31日

〔要旨〕

- FOMCは政策金利を据え置き
- FOMC声明は、大幅な変更によってハト派（金融引き締めに消極的）色の強い内容に
- FRBのバランスシートの縮小についても、市場への配慮から「自動操縦」モードが放棄され、パウエルFRB議長は記者会見でもハト派的コメントに終始
- FOMCを受けて、市場は株高、金利低下、米ドル安の反応に
- ただし、インベスコの担当者の見解では、当面、利上げが休止された後の展開には波乱の要素も否定できず、注視を続ける必要あり

政策金利変更観測がほぼゼロ%だったにもかかわらず、注目を集めたFOMC

米国の中央銀行である連邦準備理事会（FRB）は、1月29-30日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）において、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を2.25～2.50%に据え置くことを決定しました。

2019年最初のFOMCとなった今回は、もともと1年間に8回開催されるFOMCのうち、1回おきの「経済見通し（Economic Projection）」の検討・発表が行われない「谷間の」FOMCです。過去数年間にこのタイミングで利上げが行われたことはなく、今回も政策金利の変更は全く想定されていませんでした。ただし、2018年11-12月に株式市場が下落し、前回2018年12月のFOMCの声明やその後のパウエルFRB議長の記者会見における、市場の動揺に冷淡とも受け取れる内容が、そうした株価下落を助長したとの見方があることなどを踏まえ、今回のFOMCでどの程度のハト派姿勢が打ち出されるか、市場の注目が集まっていました。

株式市場に「満額回答」を提示したFOMC

結果は、市場の求めるハト派姿勢の表明に「満額回答」の内容でした。FOMC後に発表された声明では、従前通り、景気の堅調さやインフレの落ち着きを指摘したうえで、

1. 前回FOMC声明にあった「FF金利の誘導目標をさらにいくらか引き上げることが（FOMCの目的に）合致する」、「経済見通しへのリスクがおおむねバランスしていると判断している」との表現を削除
2. 代わって、政策金利の変更に「忍耐強くなるだろう」との表現を追加

することで、目一杯のハト派姿勢が打ち出されました。加えて、FOMC声明とは別に、FRBは「金融政策の実施とバランスシートの正常化に関する声明」と題した資料を公表し、その中で、「経済・金融情勢を踏まえてバランスシートの正常化完了までのプロセスを調整する用意がある」と、このところ注目が高まっていたバランスシートの縮小*の先行きについても、市場に一定の配慮を示しました。

* 2008年の「リーマン・ショック」に端を発する世界金融危機以降、FRBが3度にわたり実施した量的金融緩和政策で購入した有価証券は、現在もFRBのバランスシートで保有が続いています。FRBは2017年10月以降、満期を迎え償還した有価証券の再投資を見送ることにより、徐々にその保有額の削減（バランスシートの縮小）を進めてきています。そのペースは非常にゆっくりとしたものではありませんが、米国債の利回り上昇、流動性減退などにつながるとして、警戒する見方も市場の一部にはありました。また、前回12月のFOMC後の記者会見で、このバランスシートの縮小について質問されたパウエル議長が「自動操縦」モードで継続すると答えたことが市場の不安をあおったことから、今後の方針への注目が最近、にわかには高まっていました。

FOMC後の記者会見**では、パウエル議長は、今年の経済成長のペースが2018年から減速するとの見通しを示し、バランスシートについても、従来の予測よりも正常化のプロセスが「早く」完了し、維持される規模も大きくなるだろうとの見通しを披露しました。

**FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見は、昨年までは、経済見通しと同じく1回おきの開催で、1月末のFOMCでは行われていませんでした。しかし、FRBのコミュニケーション向上などの目的から、今年から毎回のFOMC後に行われることになり、今回のパウエル議長の発言に注目が集まっていました。

想定通り（以上？）のFOMCを受けて市場は大きく反応

市場が催促していたほぼ全ての内容が盛り込まれた今回のFOMCを受けて、市場では株高、金利低下、米ドル安という典型的な反応が見られました。米国株式市場では、ダウ平均株価は前日比434.90ドル上昇して2万5000ドル台を回復し、S&P500指数は同1.6%高となりました。米10年国債利回りは前日比3ベーシスポイント低下して2.67%となり、為替市場ではドル円レートが1ドル＝109円を割り込む円高・米ドル安が進みました。また、FF金利先物などが織り込む今年3月の利上げ確率は、ほぼゼロ%となりました。

ただし、FRBが将来、再びタカ派姿勢に転じる可能性は消えたわけではない

今回のFOMCを受けて、さまざまな地政学的不確実性が残存し、世界的に景気の本質が鈍化する中でも、FRBが（彼ら自身は「正常化」と呼ぶ）金融引き締めを黙々と継続することへの市場の恐怖感は大きく緩和しました。ただし、これによって利上げ局面の終了が決まったわけではありません。「データ次第」で判断する方針を表明しているFRBは、今後のデータ次第で再び政策スタンスを変更する可能性があるといえるでしょう。以下は、そうした可能性に言及しているインベスコの担当者の見解です。

ジェームズ・オング（インベスコ・フィックス・インカム（IFI）シニア・マクロ・ストラテジスト）

- 今回のFOMCの結果は予想以上にハト派的なものでした。声明は前回から大きく変更され、全般的に、この1カ月のFRB高官の発言に沿ったものとなりました。重要な変更は、「忍耐力」が加わった一方、「リスクがバランスしている」と「さらなる段階的な利上げ」が取り除かれたことでした。FRBはバランスシートについても、想定された以上にハト派でした。彼らは（それを政策手段と見なしてはいないものの）経済・金融情勢に基づいてバランスシートの政策を変更できると示しました。これは、バランスシートの縮小が単なる技術的手段からシフトしたことを示す重要な変化です。今年の年末近くにはバランスシートの縮小が終了すると予想する向きが増えるのではないかと見込まれます。
- ただし、今回の声明と記者会見は、3月は利上げが見送られるものの、その後はデータ次第という方向性を示しています。現在、ほとんどの経済指標が依然としてトレンドを上回る経済成長の可能性を示していることを念頭に置く必要があります。もし成長が損なわれな

いで金融環境の緩和が続いた場合、今年後半にはFRBの利上げバイアスが回復する可能性があります。（そうした状況を踏まえると、今回のFOMCのハト派シフトにより）今後はインフレ動向への市場の関心が高まるはずです。今回の声明では、インフレへの懸念が低下していることへの言及がありましたが、そのようなインフレ期待が変化し始めた場合（私たちのメインシナリオでは、インフレ率はかなり安定して推移するものの、賃金は上昇を続ける見込みです）、（利上げ観測の復活により）市場のボラティリティが大幅に回復することも予想されます。

- そのような展開を占うための適切な事例は、2015年末～2016年初めだったと思います。当時は、世界的に景気の勢いが鈍っていたにもかかわらず、FRBが9年半ぶり（かつ世界金融危機後で初）の利上げに踏み切りました。しかし、それが市場の動揺につながったため、FRBはその後一時的に政策のハト派度合いを高め、リスク資産価格は回復・上昇しました。ここ数カ月間に起きていることは当時の状況の縮小版のようであり、多くの類似点が見られます（世界的な成長鈍化、原油価格の下落、カナダドルに対する米ドルの上昇、中国の金融緩和など）。こうした状況が続けば、リスク資産の上昇は続くでしょうが、金利についてはまちまちの解釈が可能です。2016年の米国はインフレ率の大幅な下振れを経験し、米国債利回りは大きく低下しました。しかし、今年はそのようにインフレ率は大きく低下する可能性は低いと見られ、米国債のイールドカーブは短期的にベア・スティープ化（長期債ほど利回りが上昇）する可能性があります。加えて、FRBは経済環境が整ったとして2016年末に1年ぶりに利上げを再開しましたが、当時の債券市場は事前の利上げの織り込みが遅れ、実際に利上げが行われる1カ月前になって利回りが急上昇する事態に見舞われたものでした。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「作成者」）がインベスコの他拠点の情報などを基に作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。作成には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会